

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

24 czerwca 2024

## Koniunktura w strefie euro rozczarowała. Wybory we Francji w centrum uwagi europejskich rynków.

- Miniony tydzień przyniósł pewne uspokojenie nastrojów na rynkach europejskich po wcześniejszym wzroście awersji do ryzyka wobec wzrostu ryzyka politycznego we Francji. Z obszaru danych gospodarczych napłynęły słabsze od oczekiwań dane nt. sprzedaży detalicznej w USA i rozczarowujące odczyty wskaźników koniunktury w przemyśle i usługach w strefie euro.
- Po tym jak w drugiej dekadzie czerwca na rynkach europejskich wzrosła awersja do ryzyka w reakcji na zaskakujące ogłoszenie przez prezydenta Macrona przedterminowych wyborów we Francji, miniony tydzień przyniósł pewne uspokojenie. Rynki za dobrą monetę wzięły deklarację Marine Le Pen, liderki Zgromadzenia Narodowego (ZN), że po ewentualnym przejęciu rządów przez ZN, zostanie zachowany porządek instytucjonalny oraz że jest gotowa na kohabitację z prezydentem Macronem. Sondaże dają ZN poparcie społeczne w granicach 33-36%, co oznacza, że ZN najprawdopodobniej wygra wybory parlamentarne we Francji, których I tura odbędzie się w najbliższą niedzielę. Natomiast nadal otwartą pozostaje kwestia czy ZN zdobędzie bezwzględną większość i czy będzie w stanie utworzyć rząd / rządzić samodzielnie.
- W tych warunkach na rynkach europejskich notowania akcji pozytywnie odreagowały z tygodniowym wzrostem indeksu MSCI EMU o 1,1%, po ponad 4% spadku we wcześniejszym tygodniu. Na rynku obligacji wyhamował wzrost spreadu między obligacjami francuskimi a niemieckimi przy *de facto* stabilizacji rentowności obligacji niemieckich (10-letni) w okolicach 2,40%. Także w trakcie tygodnia euro starało się odrobić część strat wobec dolara odbijając się powyżej 1,07 USD/EUR.
- Ostatecznie na koniec tygodnia publikacja wstępnych szacunków indeksów koniunktury PMI w EMU zdecydowanie rozczarowała, wskazując na odsunięcie w czasie ożywienia w strefie euro, w efekcie w końcówce tygodnia indeksy akcji ograniczyły skalę wzrostu a relacja USD/EUR powróciła w okolice 1,07 USD/EUR. Wzrosły też oczekiwania na kolejną obniżkę stóp procentowych (do 67% na wrześniową obniżkę o 0,25 pkt. proc.) obniżając rentowności obligacji, głównie na krótszym końcu krzywej dochodowości.
- Według wstępnego szacunku indeks PMI w sektorze przemysłowym strefy euro wyniósł w czerwcu 45,6 pkt. wobec 47,3 pkt. w maju, kształtując się wyraźnie poniżej prognoz rynkowych. Wyraźnie rozczarował indeks PMI koniunktury w przemyśle niemieckim na poziomie 43,4 pkt. wobec 45,4 pkt. w maju. Negatywnie zaskoczyły także dane dla sektora usług, przy spadku wskaźnika do 52,6 pkt. z 53,2 pkt. w maju. Wyniki te wskazują, że oczekiwana w II kw. kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury w strefie euro, po pozytywnej niespodziance w I kw. (wzrostem PKB o 0,3% kw/kw) znalazła się pod znakiem zapytania.
- Na pozostałych głównych rynkach tydzień minął bez wyraźnego kierunku, Rentowności obligacji 10-letnich w USA lekko wzrosły o 4 pkt. baz. Globalny indeks akcji MSCI lekko wzrósł o 0,5% w skali tygodnia, przy podobnej skali wzrostu w USA

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
i Sektorowych  
bosbank.analizy@bosbank.pl

**Łukasz Tarnawa**  
Główny Ekonomista

+48 696 405 159

lukasz.tarnawa@bosbank.pl

**Aleksandra Świątkowska**  
Ekonomista

+48 515 111 698

aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

i wspomnianym silniejszym wzroście w strefie euro. Na mniejszych rynkach należy odnotować lekkie odreagowanie wcześniejszej silnej aprecjacji franka szwajcarskiego (-0,3% w relacji do koszyka walut) w reakcji na wspomniany spadek awersji do ryzyka oraz nieoczekiwane ubiegłotygodniowe obniżenie stóp procentowych przez Szwajcarski Bank Narodowy o 25 pkt. baz.

- Głównym wydarzeniem minionego tygodnia poza Europą była publikacja majowej sprzedaży detalicznej w USA. Wynik ten okazał się nieco słabszy od oczekiwań. Sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,1% m/m, wobec oczekiwań wzrostu o 0,3% m/m. Z drugiej strony *in plus* zaskoczyła majowa produkcja przemysłowa w USA.
- Publikacja słabszej sprzedaży detalicznej wpisuje się w obraz słabnącej gospodarki USA, co wobec ostatniej publikacji niższej od oczekiwań inflacji CPI wspiera oczekiwania na rozpoczęcie we wrześniu luzowania polityki monetarnej przez Fed. Jednocześnie wobec dotychczasowej zmienności danych i sygnalizowanej przez członków FOMC zależności decyzji w polityce pieniężnej od napływających danych makroekonomicznych istotne będą kolejne publikacje (inflacja PCE, dane z rynku pracy) dla ugruntowania tych oczekiwań.
- Na polskim rynku spadek awersji do ryzyka na rynkach europejskich generalnie wsparł rodzime aktywa finansowe. WIG wzrósł o 3% w skali tygodnia po 4 tygodniach wyraźnej korekty spadkowej. Złoty zyskał na wartości o 1,1% w relacji do koszyka walut i w okolice 4,33 złotego za euro wobec ponad 4,35 tydzień wcześniej. Silniejsza aprecjacja dotyczyła USD/PLN i CHF/PLN. Rentowności obligacji 10-letnich pozostały stabilne w skali tygodnia w okolicach 5,75%, przy obniżeniu rentowności na krótkim końcu krzywej dochodowości.
- Opublikowane pod koniec minionego i z początkiem bieżącego tygodnia majowe dane nt. polskiej gospodarki wskazują generalnie na kontynuację dotychczasowych tendencji. Na [ryнку pracy](#) utrzymuje się podwyższona dynamika płac, która jednak już nie przyspiesza, zatrudnienie znajduje się w stopniowym trendzie spadkowym prawdopodobnie spowodowanym wysokimi kosztami pracy w przedsiębiorstwach. Aktywność gospodarki poprawia się wyłącznie za sprawą silnej konsumpcji, o czym świadczy majowa [sprzedaż detaliczna](#), z kolei utrzymuje się stagnacja w [produkcji przemysłowej](#) (dekoniunktura w eksporcie) i [budownictwie](#) (bieżąca luka finansowania z UE).
- W bieżącym tygodniu najistotniejsze dla globalnych rynków będą piątkowe dane dot. inflacji PCE i wydatków konsumentów w USA w maju, gdyż pomogą ocenić, czy obraz stopniowo słabnącej inflacji i popytu konsumpcyjnego w USA jest właściwy. To zaś będzie wpływało na ocenę prawdopodobieństwa pierwszej obniżki stóp Fed we wrześniu.
- Dla rynków europejskich najważniejszym wydarzeniem będzie niedzielna I tura wyborów parlamentarnych we Francji. Choć najistotniejsze będą wyniki II tury (7.07), wyniki I tury będą realnym sprawdzianem poparcia dla poszczególnych ugrupowań. W tym kontekście prawdopodobna jest podwyższona zmienność na rynkach europejskich na przetomie czerwca i lipca.
- W Polsce najważniejsza będzie publikacja wstępnego szacunku czerwcowej inflacji CPI, który wstępnie szacujemy na 2,6-2,7% r/r. W naszej ocenie w czerwcu w kierunku wzrostu CPI oddziaływał wzrost dynamiki żywności, a w przeciwnym kierunku - obniżenie dynamiki cen paliw, przy stabilnej inflacji bazowej.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Wstępny szacunek *flash* wskaźnika inflacji CPI w czerwcu (28 czerwca)**

Wstępnie szacujemy, że wskaźnik CPI w czerwcu ukształtuje się w granicach 2,6-2,7% r/r wobec 2,5% r/r w maju. W naszej ocenie w czerwcu w kierunku wzrostu CPI oddziaływał wzrost dynamiki żywności, a w przeciwnym kierunku obniżenie dynamiki cen paliw, przy stabilnej inflacji bazowej.

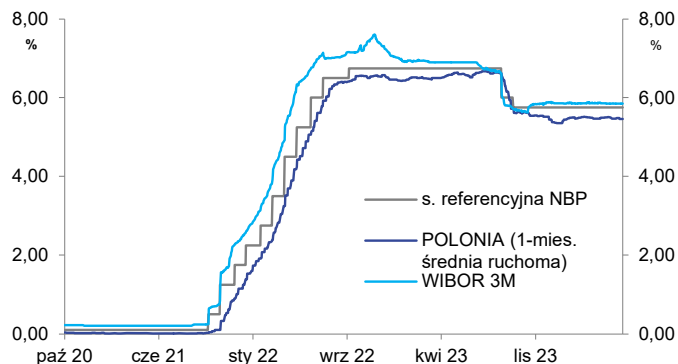
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 24 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	maj	7,4% r/r	7,5% r/r	7,2% r/r
wtorek 25 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	maj	5,1%	5,0%	5,0%
czwartek 27 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
14:30	CZ	Decyzja Czeskiego Banku Centralnego (CNB) dot. stóp procentowych	cze	5,25%	4,75%	-
14:30	US	Wzrost PKB, ost.	I kw.	1,3% kw/kw (II szac.)	-	-
piątek 28 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Inflacja CPI	cze	2,5% r/r	-	2,6-2,7% r/r
14:30	US	Dochody gospodarstw domowych	maj	0,3% m/m	0,4% m/m	-
14:30	US	Wydatki gospodarstw domowych	maj	0,2% m/m	0,3% m/m	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji PCE	maj	2,7% r/r	2,6% r/r	-
14:30	US	Wskaźnik inflacji bazowej PCE	maj	2,8% r/r	2,6% r/r	-
niedziela 30 czerwca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
-	FR	Pierwsza tura wyborów parlamentarnych we Francji	-	-	-	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł	cze	49,5 pkt.	-	-
03:30	CHN	Indeks koniunktury PMI NBS – usługi	cze	51,1 pkt.	-	-
poniedziałek 1 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
03:45	CHN	Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł	cze	51,7 pkt.	-	-
09:00	PL	Indeks koniunktury PMI – przemysł	cze	45,0 pkt.	-	45,5 pkt.

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki - mediana ankiety Parkietu

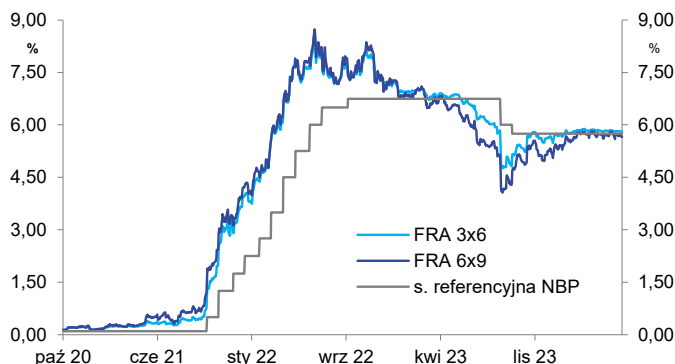
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



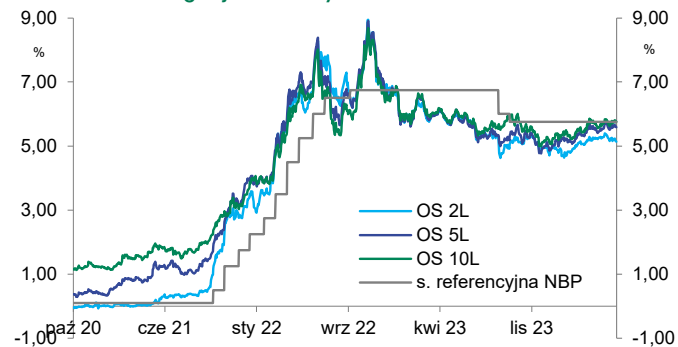
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



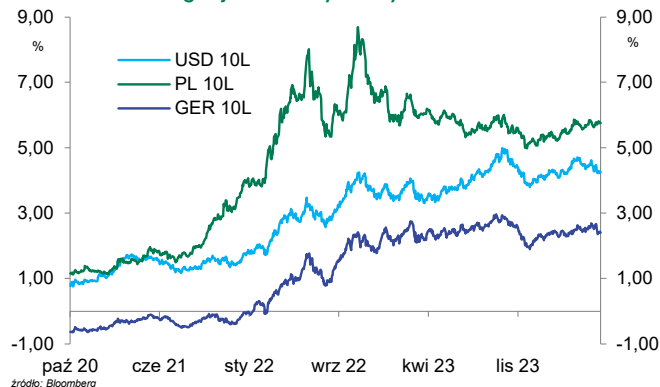
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - Polska



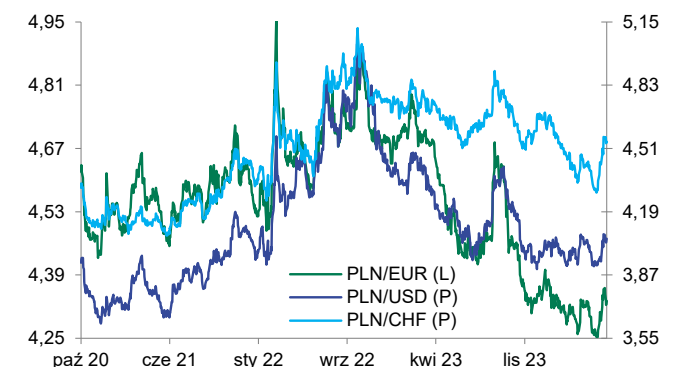
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych - rynki bazowe i Polska



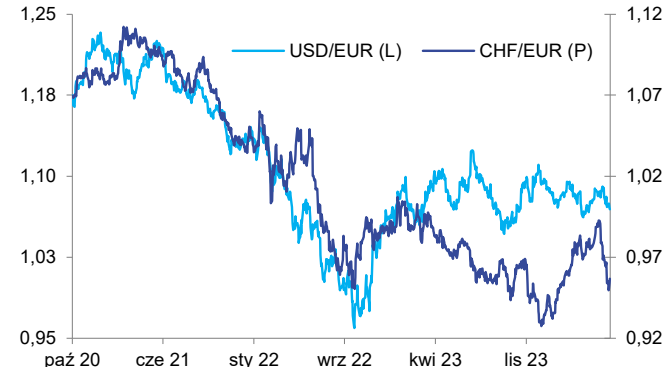
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



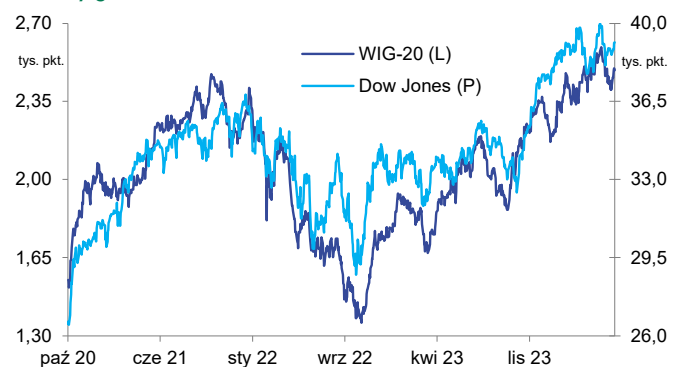
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



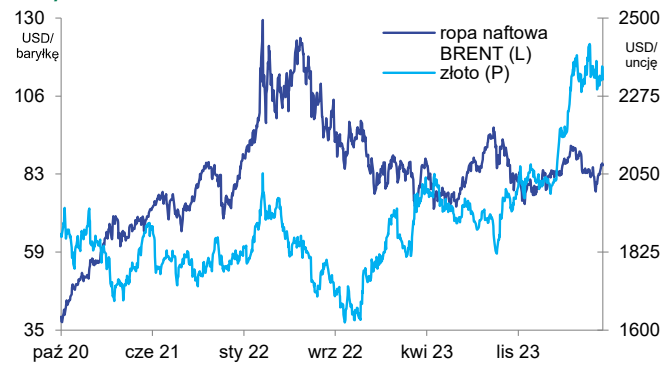
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełtowe



źródło: Bloomberg

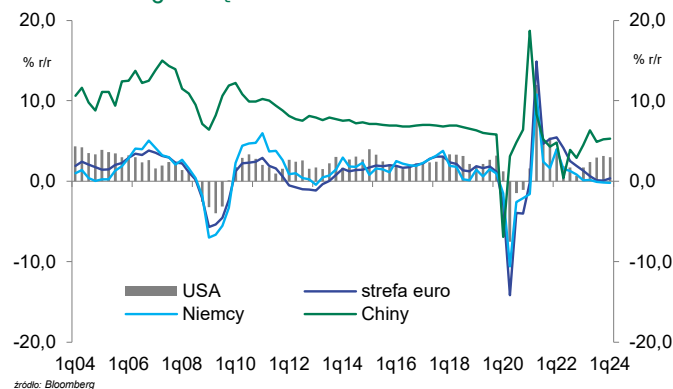
### Ceny surowców



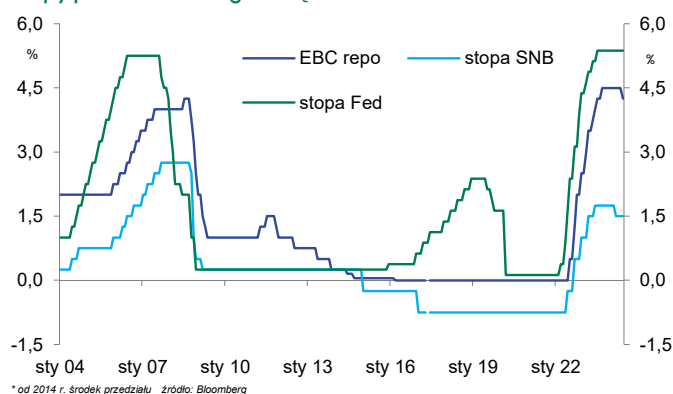
źródło: Bloomberg

## Sfera realna

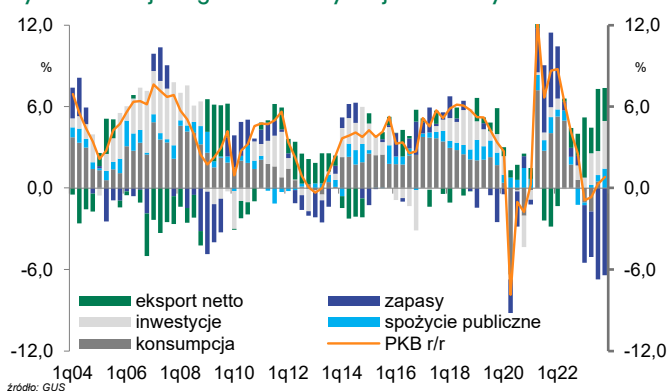
### Wzrost PKB za granicą



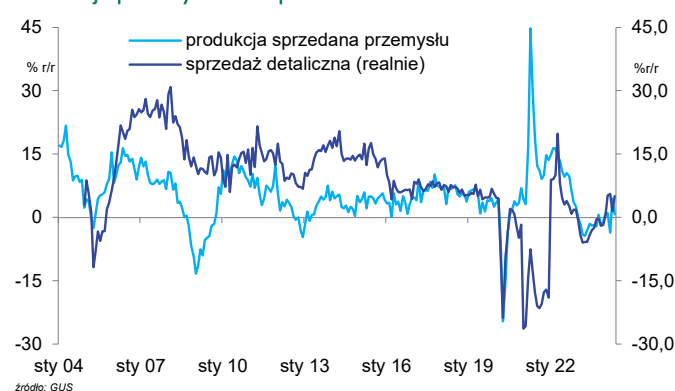
### Stopy procentowe za granicą



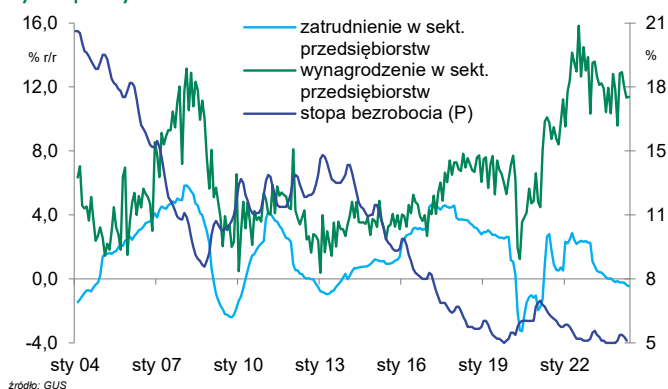
### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



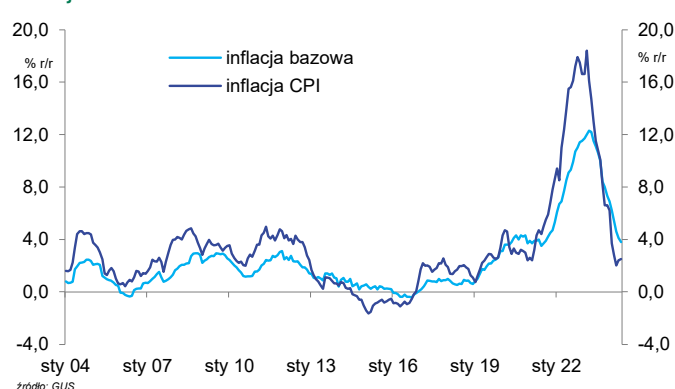
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



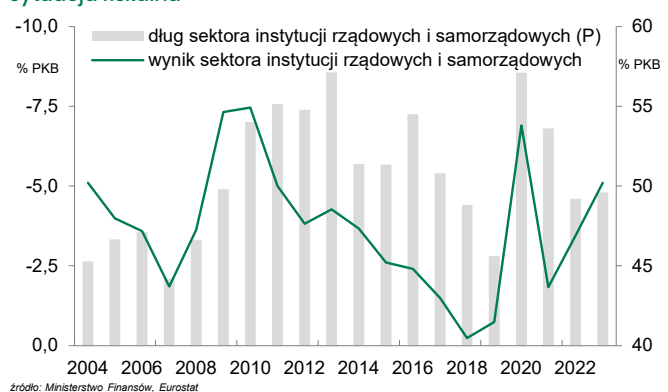
### Rynek pracy



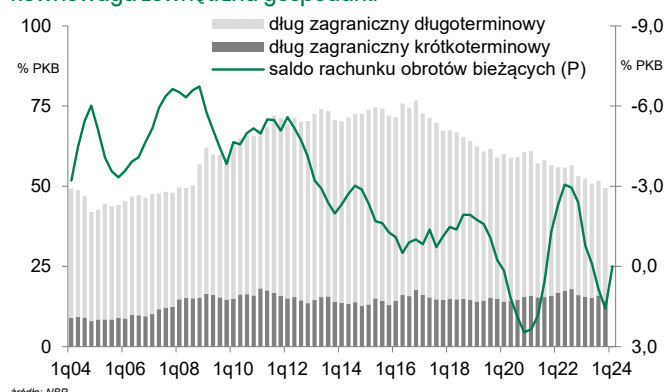
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		31.05.2024	14.06.2024	21.06.2024	31.07.2024	31.08.2024	30.09.2024
Stopa lombardowa NBP	%	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Stopa referencyjna NBP	%	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75
Stopa depozytowa NBP	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,85	5,85	5,85	5,90	5,90	5,90
FRA 3x6	%	5,83	5,82	5,80	-	-	-
FRA 6x9	%	5,73	5,70	5,66	-	-	-
FRA 9x12	%	5,45	5,42	5,35	-	-	-
IRS 2L	%	5,51	5,48	5,44	-	-	-
IRS 5L	%	5,20	5,13	5,08	-	-	-
IRS 10L	%	5,33	5,25	5,21	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	5,12	5,21	5,14	5,20	5,20	5,20
Obligacje skarbowe 5L	%	5,55	5,63	5,59	5,50	5,40	5,30
Obligacje skarbowe 10L	%	5,69	5,76	5,75	5,60	5,50	5,40
PLN/EUR	PLN	4,27	4,36	4,33	4,35	4,36	4,37
PLN/USD	PLN	3,94	4,08	4,05	4,06	4,06	4,07
PLN/CHF	PLN	4,35	4,57	4,54	4,55	4,55	4,56
USD/EUR	USD	1,09	1,07	1,07	1,07	1,08	1,08
Stopa Fed	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25
Stopa depozytowa EBC	%	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50
Stopa SNB	%	1,50	1,50	1,25	1,50	1,50	1,25
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,50	4,22	4,26	4,25	4,15	4,05
Obligacje skarbowe GER 10L	%	2,66	2,36	2,40	2,35	2,30	2,25

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.